

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS

MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED
Editores

UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
60 AÑOS

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS

MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED
Editores



La reinserción financiera del Perú: testimonio

Ricardo V. Lago*

En 1990, el Perú era la oveja negra de la comunidad financiera internacional, al encontrarse en 'default' con todos sus acreedores. Tres décadas después es uno de sus miembros más responsables. Como funcionario del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, fui testigo de las negociaciones para la regularización de la moratoria con organismos multilaterales, el mayor escollo de la reinserción. En este capítulo relato dicho proceso, con énfasis en aspectos financieros y geopolíticos. La necesidad de reinserción fue aliada para impulsar una agenda reformista. Aunque pronto cesaron las condicionalidades sobre la deuda peruana, las políticas adoptadas siguieron vigentes un cuarto de siglo más. Todo un logro colectivo.

1 Introducción

A mediados de 1990, después de casi una década en *default*, el Perú se había convertido en la oveja negra de la comunidad financiera internacional; a diferencia de otros deudores en *default*, el gobierno peruano extendió la moratoria a las deudas con el Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), rompiendo una regla sacrosanta de las finanzas internacionales. Esto complicó sobremanera la normalización de las relaciones financieras con el exterior, a partir de 1990, porque ni el país tenía dinero para pagar los saldos en mora con esos tres organismos, ni estos permiten su reestructuración. Con la economía en caída libre y la recaudación por los suelos (4 % del PBI) debido a la erosión de la inflación (30 % mensual), el presupuesto apenas alcanzaba para cubrir los depreciados sueldos de los funcionarios públicos (Lago, 1991).

Cuando en agosto de 1990 se puso en marcha el plan de estabilización, al que siguieron varios años de reformas económicas pro-mercado, la respuesta de la economía fue rápida y fuerte. El proceso de regularización de las relaciones financieras con todos los acreedores, sin embargo, se dilató hasta 1997; la primera etapa,

* Agradezco a la Universidad por invitarme a participar en este homenaje a Renzo Rossini, un gran economista y una gran persona.

consistente en pagar el servicio de la deuda y los saldos en mora (*arrears*) a los organismos multilaterales, fue harto compleja y se demoró hasta 1993; en dicho periodo, el Perú tuvo que poner dinero de su bolsillo en términos netos. Salir de un *default* con los multilaterales es un proceso complicado, largo y costoso.

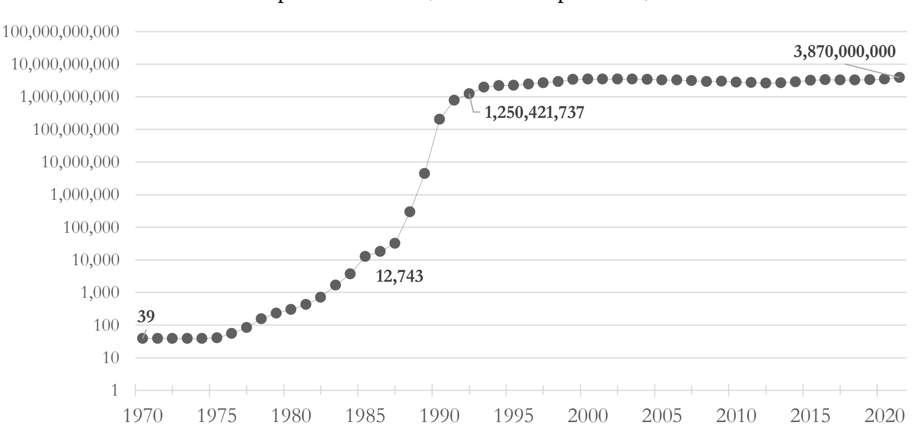
Con los años, el Perú pasó a ser una de las economías en desarrollo con mejor desempeño macroeconómico y calificación crediticia. En este logro colectivo, Renzo Rossini tuvo un papel primordial, desde puestos de cada vez mayor responsabilidad en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), hasta llegar a gerente general. Renzo era un economista con las ideas claras, dotes de mando y gran capacidad de gestión. Le conocí en 1987 y me tocó negociar con él muchas veces. En 2014 publiqué una semblanza de Renzo en la que decía "hablaba con autoridad y firmeza, incluso por encima de otros funcionarios de mayor rango" (Lago, 2014). Es una lástima que el Perú se vea privado de que Renzo suceda a Julio Velarde, como por méritos le hubiera correspondido.

En el título del capítulo uso la palabra "testimonio" porque viví de cerca el ejercicio de reinserción. Tuve la fortuna de participar en la elaboración del plan de estabilización del 8 de agosto de 1990 como funcionario del BM, y luego pasé al BID como negociador del pago del saldo en mora al BID y después de los dos primeros préstamos que los multilaterales otorgaron al Perú. En estos dos préstamos se estableció la agenda de reformas en los sectores de comercio y financiero. Como funcionario del BM (1987-1991) me tocó trabajar con el Perú prácticamente en solitario hasta 1990, pues el Banco suspendió toda asignación presupuestal al trabajo con el Perú como represalia estatutaria cuando el país entró en *default*.

Para motivar, en la figura 1 presento el tipo de cambio en soles por dólar, pero no del nuevo sol, introducido en 1991, sino del sol de oro, moneda vigente en Perú hasta febrero de 1985, cuando el presidente Fernando Belaúnde hizo una reforma monetaria y convirtió mil soles de oro en un inti, quitando tres ceros al numerario. En 1991, después de la hiperinflación, otra reforma convertiría un millón de intis en un nuevo sol, quitando otros seis ceros. Así, en 1970, el tipo de cambio era de 39 soles de oro por dólar y hoy es alrededor de 4,000 millones de soles de oro por dólar, lo que da una idea de la magnitud de la inflación y devaluación acumuladas en este periodo de cincuenta años. Además, se percibe visualmente la estabilidad económica del Perú en los últimos treinta años, periodo en que la gráfica se estabiliza. En particular, desde fines de los noventa, el valor de la moneda es estable en alrededor de 3,500 millones de soles de oro o 3.5 nuevos soles.

Esta estabilidad es consecuencia de las reformas que se pusieron en marcha en los noventa. Dichas reformas formaron parte del programa para salir del *default* que es de lo que trato en este artículo. Desde 1997 han habido retrocesos y algunos avances, pero en lo esencial se ha mantenido la estabilidad macroeconómica.

Figura 1
Tipo de cambio (soles de oro por US$)



Notas: Tipo de cambio bancario venta promedio. El eje de ordenadas está en escala logarítmica para facilitar la visualización de la serie.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

En la segunda sección, hablo de la crisis de la deuda de los años ochenta. En la tercera, explico los rasgos del *default* de Perú. A continuación, en la cuarta sección, analizo cómo la salida del *default* presentó una oportunidad singular para poner en marcha las reformas de los noventa, empezando por el plan de estabilización. En la quinta sección relato cómo transcurrió el ejercicio de normalización financiera con los organismos financieros internaciones. En la sexta sección, explico el proceso de reestructuración de la deuda con los bancos comerciales. En la sección final, presento mis conclusiones.

2 Crisis de deuda de la década de 1980

En 1973 y 1979, los países de la OPEP limitaron la producción de crudo y consiguieron multiplicar por ocho el precio del barril. Arabia Saudita y otros productores acumularon cuantiosos saldos líquidos que, canalizados mediante bancos comerciales de EE. UU. y Europa, acabaron en buena parte como empréstitos a los gobiernos de América Latina. La prensa lo bautizó como el reciclaje de los "petrodólares".

Los setenta fueron una década de convulsión económica. Además del impacto de los nuevos precios del crudo, la economía mundial tuvo que lidiar con la sus-

pensión de la convertibilidad del dólar en oro, el colapso del sistema de Bretton Woods, y el proteccionismo comercial. Los gobiernos acomodaron los choques con políticas fiscales y monetarias expansivas. Las economías entraron en una fase de crecimiento lento e inflación creciente, que se dio en llamar "estanflación". En EE. UU. la inflación subió hasta 13 %. En 1981, el nuevo presidente de la Fed, Paul Volcker, pisó el freno de la emisión monetaria lanzando la tasa de interés (*Federal Funds Rate*) de 11 % a 20 %. El resultado fue una recesión internacional que desplomó los precios de las materias primas. Los países de América Latina que se endeudaron en demasía tuvieron que enfrentar mayores tasas de interés con menores ingresos de exportación y entraron en *default*. El pistoletazo de salida lo dio México en 1982; Perú le siguió en 1983, año en que, además, tuvo que sobrellevar el peor fenómeno del Niño de su historia.

La resolución del problema de la deuda tuvo tres enfoques sucesivos. En la primera fase se trató el problema como crisis de liquidez; la Reserva Federal, el Tesoro de EE. UU. y sus homólogos europeos instruyeron a los bancos acreedores a que no declararan a los países en *default*, sino que refinanciaran los vencimientos y una parte del pago de interés con dinero fresco; el país deudor pagaría de su bolsa la mitad de los intereses. Eso sí, para acceder a la refinanciación, el país deudor tenía que acordar un programa macroeconómico con el FMI.

Para poner esto en práctica se necesitaba consenso entre los bancos acreedores, es decir acción colectiva (Olson, 1965); para conseguirlo se crearon directorios (*steering committees*) en los que estaban representados los principales bancos acreedores; para los deudores de América Latina estaban presididos por Citibank. Estos directorios trabajaban en coordinación con el Tesoro de EE. UU. y el FMI. Viví esa experiencia de cerca como Director de Política Económica de la Secretaría de Hacienda de México. En 1984, me tocó acompañar a Ángel Gurria, negociador de la deuda de México, en los *road shows* por las principales plazas financieras internacionales (Castro Tapia, 1984); había que visitar a los bancos acreedores y a los reguladores para convencerles de aportar dinero fresco.

Pero la crisis no era solo de liquidez ni de corto plazo, por lo que el enfoque fracasó; de ahí, en 1985, los EE. UU. pusieron en marcha el Plan Baker. La idea era promover el crecimiento de las economías de los deudores para que con el tiempo pudieran pagar la deuda. El plan tuvo tres pilares: a los bancos acreedores se les pedía que aceptaran la reestructuración a largo plazo de toda la deuda pública externa, pongamos a veinte años con ocho de gracia; los países deudores, por su parte, se comprometían a adoptar un programa de reforma económica; finalmente, el BM y el FMI negociarían con los países las reformas y proveerían financiamiento de apoyo a la balanza de pagos.

El Plan Baker tampoco funcionó. La reestructuración era insuficiente, se necesitaba reducción de deuda. Así, en 1989, se adoptó el Plan Brady, en el que se promovía la reducción de deuda diferenciada de un país a otro, en función de la solidez de las reformas aceptadas por el país y su capacidad de pago. El fundamento teórico lo proporcionó un influyente ensayo de Jeffrey Sachs, en el que argumentaba que el exceso de deuda (*debt overhang*) actúa como un impuesto sobre el desempeño económico: si el país adopta reformas generará mayor capacidad de pago y acabará pagando una parte mayor de la deuda; es decir, se beneficiará más el acreedor que el país. El exceso de deuda es un desincentivo para la reforma; para neutralizarlo hay que reducir la deuda suficientemente (Sachs, 1989).

3 El *default* de Perú

En 1985, el Perú no tenía un problema de capacidad de pago tan severo como otros países de América Latina. La ratio de deuda pública externa a PBI era 47 %, inferior a las de Chile (120 %) y México (76 %). A su vez, el servicio de la deuda representaba alrededor de un tercio de las exportaciones de bienes y servicios, tasa comparable con las respectivas de Chile y México (World Bank, 1989; p. 103). Sin embargo, el Perú adoptó una política de *default* beligerante: pagaba un monto equivalente al 6 % de las exportaciones, y solo a los acreedores que le continuaran otorgando crédito o que aceptaran pago con productos. En consecuencia, en 1988, la deuda del Perú se cotizaba en el mercado secundario a 5 centavos por dólar, muy por debajo de las de Chile (60), México (48) y Brasil (49).

La cronología del *default* fue así: en 1983, el Perú dejó de pagar a los bancos comerciales; en 1986, al FMI; en 1987 comenzó a suspender selectivamente los pagos a acreedores oficiales (agencias de crédito y seguro a la exportación); en agosto de 1987 también dejó de pagar al BM; y, en 1989, al BID.

James M. Boughton, historiador oficial del FMI, pone en perspectiva la situación financiera del Perú a finales de 1985: "las reservas de divisas eran US$1,400 millones y el saldo en mora con todos los acreedores ascendía a US$1,500 millones; Perú claramente podía pagar sin problemas al FMI los US$75 millones en mora. Es el caso más claro en que el *default* con el FMI fue una decisión política y no un asunto de incapacidad de pago" (Boughton, 2001; p. 785).

En 1990, al final del primer gobierno de Alan García, la deuda externa del Perú era alrededor de 21 mil millones de dólares o 65 % del PBI. Del total: 36 % era con bancos comerciales, 45 % con acreedores oficiales y 19 % con los organismos multilaterales (BM, FMI y BID). Tres cuartas partes del saldo de deuda se encontraba en mora. Además, entre 1987 y 1990, la capacidad de pago se había mermado sobremanera por una caída acumulada del PBI (20 %) y del salario real (50 %).

Cuando el gobierno entrante de Alberto Fujimori se planteó la estabilización, no había forma de contar con ayuda financiera del exterior. Los organismos multilaterales, que normalmente proveen recursos en esos casos, no podían hacerlo porque el Perú había acumulado vencimientos impagos con dichos organismos. Como en el microcuento de Augusto Monterroso: "Y cuando despertó, el dinosaurio [la deuda] todavía estaba allí".

4 Estabilización de 1990 y las reformas posteriores

Dijo una vez el escritor Thomas S. Eliot que "solo aquellos que se arriesgan a ir demasiado lejos, saben hasta dónde se puede llegar". El entonces presidente electo Fujimori se enteró de hasta dónde había llegado el Perú con el *default* en la sede de Naciones Unidas en Nueva York el 28 de junio de 1990. Fue en un almuerzo convocado por el Secretario General Javier Pérez de Cuéllar, al que asistieron los respectivos presidentes del FMI, BM y BID. Estos le explicaron que tenía que parar la hiperinflación con un programa de choque, no con uno gradual como él había anunciado en campaña, y que para normalizar las relaciones con el exterior la primera etapa obligada era comenzar a pagar los nuevos vencimientos a los multilaterales (de hecho, en 1989, el gobierno ya había reanudado los pagos al FMI para evitar ser expulsado del organismo). Esos pagos, por otra parte, no solucionaban el problema del saldo en mora acumulado de unos US$2,200 millones que quedaban pendientes y que tendrían que saldarse antes de que los organismos otorgaran crédito alguno. Se esperaba que un grupo de apoyo de terceros países prestara al Perú el dinero, algo que, como veremos, desafortunadamente no ocurrió. Dicen que Fujimori les agradeció que le dieran el mensaje después del postre porque, de haberlo hecho al principio, se le hubiera atragantado la comida.

Cuando el nuevo gobierno asumió el poder, a finales de julio de 1990, la inflación rondaba el 30 % mensual; la reservas de divisas del BCRP eran insignificantes (las netas eran negativas); la recaudación tributaria apenas llegaba al 4 % del PBI; todos los precios y tarifas de las empresas públicas, incluidos los de las gasolinas y la electricidad, habían sido erosionados por la inflación hasta niveles ridículamente bajos; así, los ingresos consolidados de las paraestatales habían caído del 24 % del PBI en 1987 al 7 % en 1990; y el desabastecimiento de bienes de consumo era brutal (Lago, 1991).

Al recién nombrado ministro de Economía y premier, Juan Carlos Hurtado Miller, le tocó trabajar con un equipo improvisado, apoyado por los técnicos del BCRP. El colaborador más cercano era Julio Velarde, quien pronto pasó a ocuparse del BCRP de forma interina. Como político experimentado, Hurtado Miller buscó el consenso con los equipos del FMI y BM para asegurarse el apoyo de estos

organismos, y para compartir la culpa si el plan fracasaba. A mí me tocó representar al BM. La clave consistía en implantar un nuevo régimen presupuestal que generara la confianza en los agentes económicos de que el gobierno era capaz de financiar un nivel suficiente de gasto público sin recurrir al crédito del Banco Central. Como explica (Sargent, 1982) para las hiperinflaciones de Europa Central en la primera postguerra mundial, para estabilizar los precios hay que estabilizar el tipo de cambio, y para esto es necesario un cambio de régimen presupuestal que sea creíble; es ahí donde el aval continuado de los multilaterales era un pilar imprescindible, como lo fue el de la Liga de las Naciones en los episodios que relata Sargent. La credibilidad de cosecha propia se gana con el transcurso del tiempo y hasta que llega es necesario dicho aval; sin él, es posible que el plan del 8 de agosto hubiere quedado en un mes con 400 % de inflación provocada por los saltos mortales de los precios y tarifas (el de la gasolina subió 32 veces) y el tipo de cambio. El equilibrio presupuestal inicial era inevitablemente frágil. Se necesitaban cambios fundamentales para hacerlo sólido.

La estabilidad tomó un derrotero firme con las reformas económicas que puso en marcha el nuevo ministro Carlos Boloña a partir de marzo de 1991: liberalización de los mercados y el comercio exterior, reducción de trabas burocráticas, reforma del sistema de pensiones, liquidación de los bancos de fomento y un proceso de privatización de las empresas públicas que abarcó siete años. El problema con los bancos de fomento era que la mayoría de los prestatarios no pagaban los créditos o pagaban montos irrisorios por la erosión de la inflación y que, por tanto, los bancos estaban permanentemente quebrados; se financiaban con recursos del BCRP: alrededor de la mitad de la emisión monetaria durante la hiperinflación fue a parar al Banco Agrario.

Jaime Yoshiyama tuvo un triple papel decisivo en las reformas: (a) como director del programa de privatizaciones; (b) como Presidente del Congreso que redactó la Constitución de 1993, cuyo capítulo económico sustentó el desarrollo de una economía de mercado más competitiva y limitó la acción del Estado al principio de subsidiariedad; y (c) como consejero influyente en Fujimori, algo que permitió sacar adelante algunas de las reformas más ambiciosas. A Boloña le sucedió Jorge Camet en 1993 que continuó con la agenda de reformas y concluyó la reinserción del Perú. El punto final de esta fue la normalización de las relaciones con los bancos comerciales en 1997, con una operación Brady de reducción de deuda; llegado a este punto, Fujimori decidió que ya no necesitaba ni el aval ni el corsé de la condicionalidad del FMI y el BM; y ahí fue cuando se detuvieron las reformas.

5 La reinserción: primera etapa, 1991 a 1993

La normalización completa de las relaciones con la comunidad financiera se demoró ocho años ¿Fue positivo o negativo para el país un periodo tan largo? Se puede argumentar que, con un proceso más corto, el Perú hubiera contado con un monto mayor de recursos del exterior facilitando así una reanudación más rápida del crecimiento. Esto sería cierto si la política económica que se puso en práctica se hubiera mantenido intacta. Supuesto, no obstante, poco razonable, pues fue precisamente el periodo prolongado de condicionalidad el que dio cobertura a los equipos reformistas del gobierno para avanzar con reformas ambiciosas. Paul Romer tiene una frase que encaja bien en esta tesis: "Malgastar una crisis es algo terrible". Si la preciada reinserción se hubiera conseguido fácil y rápidamente, es posible que se hubiera "malgastado la crisis".

El Perú estaba en mora con el FMI, BM y BID. Era uno de diecinueve países (la mitad africanos) que habían dejado de pagar al FMI desde su fundación. Para poder reestructurar las deudas con los acreedores oficiales del Club de París y los bancos comerciales, un país deudor necesita un programa macroeconómico acordado con el FMI, y para tener dicho programa necesita estar al día con los pagos al FMI. Los organismos multilaterales no reestructuran deudas en mora; su *credit rating* depende de su calidad de acreedores preferentes. Era imperativo, por tanto, resolver los saldos en mora con los multilaterales.

Había un problema de flujo y uno de *stock*. El de flujo consistía en los nuevos vencimientos de principal e intereses; si el Perú los pagaba, no aumentaba el saldo en mora. Los multilaterales plantearon dichos pagos como requisito previo. Como he mencionado antes, en 1989, el FMI dio un ultimátum al Perú. Michel Camdessus, el presidente del FMI, envió una carta al gobierno peruano indicando que el precio del cobre había subido y mejorado las reservas de divisas. Conminaba al Perú a pagar los vencimientos nuevos e intereses al FMI o en otro caso se iniciaría el procedimiento de expulsión. El gobierno peruano optó por pagar desde mediados de 1989.

En septiembre de 1990, el BM pidió paridad con el FMI. Recuerdo que, por aquel entonces, el flujo de vencimientos e intereses al FMI, BM y BID ascendía a unos US$500 millones por año. En el contexto de cero financiamientos externo, dicho monto suponía una presión desmedida sobre la exigua recaudación tributaria que, en 1990, no pasaba de US$1,700 millones; pagar a los multilaterales significaba menos dinero disponible para pagar a maestros, médicos, funcionarios públicos, policías y militares. Tuve que hacer el incómodo trabajo de presionar al gobierno del Perú para que empezara a pagar al BM y, al mismo tiempo, persuadir a mis jefes de que pedirle al Perú que pagara era atentar contra la estabilización.

Algunos días hasta venía a mi oficina un señor de la oficina del representante de EE. UU. en el directorio del BM para preguntar si el Perú había pagado.

Julio Velarde y Martha Rodríguez, quienes eran directores del Banco Central (BCRP), dicen que: "a partir de octubre de 1990, el gobierno comienza a pagar el servicio corriente al Banco Mundial. El reinicio de estos pagos fue una sorpresa para los propios organismos internacionales" (Velarde & Rodríguez, 1992; p. 30). No sé si sorpresa sea la palabra adecuada porque para conseguir el primer pago tuve que perseguir a Alfredo Jalilie, viceministro de Finanzas, varios días en la media docena de teléfonos suyos que tenía. Además, fueron pagos puntuales y tácticos de vez en cuando. Al único organismo al que el Perú pagaba religiosamente era al FMI. Al BID prácticamente nada hasta la cancelación del saldo en mora en septiembre de 1991.

El problema de *stock* o saldo consistía en el monto que se había acumulado en mora que, en números redondos, en 1991, ascendía a unos US$2,200 millones: US$400 millones al BID y alrededor de US$900 millones tanto al FMI como al BM. Se planteó la idea de crear un grupo de apoyo de países amigos para movilizar el dinero y pagar cuanto antes el saldo en mora. Con el entusiasmo en Japón por la victoria de Fujimori, se pensó que Japón podría presidir el grupo de apoyo y proveer el grueso de los fondos. A principios de julio 1990, después de la reunión en Naciones Unidas a la que me he referido, Fujimori viajó a Japón y solicitó a las autoridades financiamiento para pagar la mora. El mensaje del gobierno japonés fue que la ayuda financiera llegaría si el Perú mostraba avance en un programa macroeconómico con el FMI, y que se canalizaría en cofinanciamiento con el BM o el BID. Además, añadieron otras dos condiciones: que EE. UU. presidiera el grupo de apoyo y que otros países también pusieran dinero. A finales de 1991, asistí a una reunión exploratoria en la sede del FMI cuyo objetivo era identificar posibles países aportantes y, salvo Japón, los asistentes no pasaron de promesas vagas. De cifras y fechas, nada.

El Departamento de Estado de EE. UU. tenía preocupación por la mayor desestabilización en la región que podría traer un fracaso del gobierno de Fujimori. Sendero Luminoso seguiría avanzando, hasta podría tomar el poder; adicionalmente, la expansión del narcotráfico sería imparable. Era prioritario, por tanto, que el Perú normalizara cuanto antes las relaciones con los multilaterales y entrara bajo su tutela. Pero el Tesoro tampoco quería poner dinero para pagar los saldos en mora. En su lugar, el Tesoro propuso un enfoque secuencial: (1) resolver primero la mora con el BID que ascendía a unos US$400 millones, monto para el que era factible conseguir un crédito puente; a partir de ahí el BID pasaría a operar normalmente con el Perú; y (2) proponer al FMI y BM que idearan alguna forma creativa de "refinanciar" sus saldos en mora, pero respetando los estatutos.

Así nació el "programa de acumulación de derechos", un ejercicio sobre el que el FMI venía trabajando desde 1989.

Enrique Iglesias, Presidente del BID, jugó un papel decisivo en convencer al Tesoro y al gobierno del Perú de la conveniencia del enfoque secuencial. Mientras el FMI y el Banco Mundial insistían en el pago de los nuevos vencimientos, Iglesias no solo no lo hizo, sino que otorgó al Perú una donación de US$5 millones para una reforma tributaria. Con ello se ganó la confianza de Fujimori. Por otra parte, Iglesias tenía más llegada con el Tesoro que el FMI y BM porque el área del BID que controlaba los préstamos para reformas sectoriales y apoyo de balanza de pagos lo dirigía un gerente que había sido designado por el Tesoro. Pasé a trabajar al BID en mayo de 1991 para encargarme de la negociación para el cobro del saldo en mora, y del diseño y negociación de los dos primeros préstamos de la reinserción: el sectorial para la Reforma del Comercio, con un desembolso total, en tres tramos, de US$425 millones, el mayor que había otorgado el BID en la historia, y el sectorial para la Reforma del Sector Financiero, con desembolso total, en tres tramos, de US$200 millones. Estos préstamos, además, fueron cofinanciados por Japón y otros países por un total de US$300 millones adicionales.

Hubo que negociar la cancelación de la mora y la condicionalidad de los préstamos simultáneamente. El Perú no pagaría el saldo en mora sin condiciones de política económica acordadas y un calendario de desembolsos previsible que incluyera un primer desembolso fuerte. Este desembolso se realizaría contra las medidas de ajuste ya tomadas y otras tantas contenidas en una matriz de condicionalidad acordada. El ministro Boloña insistía en que el primer desembolso fuera mayor al monto de pago previo de la mora: Fujimori no aceptaría sino un flujo positivo desde el principio. No queríamos que se viera como una refinanciación completa de la mora, por lo que planteamos un monto de primer desembolso bastante menor: el Perú pagaría US$430 millones y el BID desembolsaría US$225 millones. Al final, después de regateos, pudimos acordar un primer desembolso de US$325 millones. Con el crédito puente se presentó otro obstáculo. El Fondo Andino de Reserva (FAR), que es un mini-FMI de los países del Pacto Andino, prestaría hasta US$400 millones para facilitar la operación, pero al BCRP que, a su vez, tendría que dar un crédito puente al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Los funcionarios clave del BCRP, entre ellos Rossini y Velarde, no se fiaban de que el Ministerio devolviera el dinero del puente, aunque finalmente accedieron.

A principios de septiembre 1991, estuvo lista toda la documentación legal del préstamo Sectorial de Comercio. La operación de cancelación de los US$430 millones de mora se efectuó a mediados de septiembre, con la ayuda del crédito del FAR y sin contratiempos. Una semana después, el directorio del BID aprobó el crédito; Fujimori viajó a la sede del BID para la firma y un día después el BID

desembolsó el primer tramo de US$325 millones, dinero que el MEF transfirió al BCRP como amortización parcial del crédito puente. Se había dado el primer paso de la reinserción. De ahí seguimos trabajando para concretar el Préstamo de Reforma del Sector Financiero (US$200 millones) que fue aprobado por el directorio a finales de marzo de 1992, pero que quedó en suspenso por el autogolpe.

El FMI y el BM adoptaron un enfoque novedoso para resolver la mora. Lo desarrolló el FMI ante la imposibilidad de regularizar la mora en una decena de países que entonces estaban en *default* con el FMI. Al esquema se le bautizó como "programa de acumulación de derechos". Consistía en negociar un programa macroeconómico con el país en mora con metas trimestrales, igual que con cualquier país que solicita ayuda financiera del FMI. La diferencia es que el país en mora no desembolsa dinero del FMI, sino que devenga derechos a desembolsos futuros de dinero que se harán efectivos una vez que el país pague la mora. Cada trimestre un equipo del FMI hace una auditoría para verificar el cumplimiento de las metas y, si se han cumplido, el país devenga un monto de derechos que se acumulan. Cuando el país devenga un monto de derechos igual al saldo en mora, se pide un crédito puente de cortísimo plazo (horas) garantizado por el desembolso del FMI que se hará efectivo una vez que, con el dinero del puente, el país cancele el saldo en mora. A su vez, con el desembolso del FMI se reembolsa el crédito puente.

En septiembre de 1991, el directorio del FMI aprobó el Programa de Acumulación de Derechos para el Perú con el objetivo de que, para diciembre de 1992, el país habría devengado un monto de derechos equivalente a la mora (unos US$900 millones). En el mismo sentido, el BM aprobó, en marzo de 1992, tres préstamos de Ajuste Estructural, de US$300 millones cada uno, con la idea de poder cancelar la mora también en diciembre.

Un par de días antes del 5 de abril de 1992 comenzaba la Asamblea Anual del BID en Santo Domingo. Estaba previsto que Fujimori asistiera y que en una ceremonia firmara el Préstamo del Sector Financiero del BID. Sin embargo, Fujimori canceló el viaje y en su lugar asistió el vicepresidente Máximo San Román. El 5 de abril se produjo el autogolpe y no hubo firma. La suspensión de la legalidad puso en suspenso las operaciones de acumulación de derechos de FMI y BM, así como los desembolsos segundo y tercero del Préstamo de Comercio del BID. Un par de semanas después, el ministro Carlos Boloña realizó un viaje discreto a Washington D.C. para conversar con las autoridades de EE. UU. y los organismos internacionales y evaluar si permanecía en el cargo o renunciaba. El mensaje fue unánime: estaba haciendo un buen trabajo y era fundamental que no renunciara.

Después del autogolpe se puso en marcha un ejercicio de presión para que el Perú volviera a la legalidad. Aunque el Departamento de Estado marcaba la pauta, la negociación con el gobierno peruano estuvo en manos de la Organización de

Estados Americanos (OEA). Tras idas y venidas, se aceptó el proyecto de elecciones para noviembre de 1992, supervisadas por la OEA, a un Congreso Constituyente que elaboraría una nueva constitución.

Dos acontecimientos favorecieron al gobierno y reencauzaron la hoja de ruta de la reinserción. El primero fue la captura del líder de Sendero Luminoso, Abimael Guzmán, en septiembre de 1992; y el segundo, la certificación de la OEA de que las elecciones de noviembre de 1992 al Congreso Constituyente habían sido limpias. Inmediatamente, se reactivaron los programas del FMI y BM y los desembolsos del BID. Para principios de marzo de 1993, el Perú ya había acumulado un monto suficiente de derechos de desembolso para resolver el problema de la mora. La operación se llevó a cabo el 18 de marzo y fue así: el Tesoro de EE. UU. y el Eximbank de Japón depositaron cada uno US$450 millones en la cuenta del Tesoro del Perú en la Reserva Federal de Nueva York; con ese dinero, el Perú pagó al FMI el saldo en mora lo que, a su vez, hizo posible que el FMI desembolsara a la cuenta del Perú los US$900 millones en derechos acumulados, que el Perú utilizó de carambola para pagar la mora al BM; al hacerlo, este organismo desembolsó al Perú los respectivos US$900 millones acumulados, con los que el Perú pudo pagar el crédito puente al Tesoro de EE. UU. y al Eximbank de Japón. La operación total duró 95 minutos de eternidad. Recuerdo que estuve siguiendo la operación con el embajador del Perú, Ricardo Luna, y los colegas del BM que apuntaban en una pizarra los movimientos de dinero de una cuenta a otra.

6 La reinserción: segunda etapa, 1993 a 1997

Aunque las conversaciones con los bancos comerciales se iniciaron en 1993, no se llegó a un acuerdo sobre la reestructuración con reducción de deuda hasta marzo de 1997. Para entonces, el saldo deudor ascendía a unos US$10,600 millones. A los tenedores de la deuda se les dio la opción de vender la deuda al gobierno a cambio de efectivo a un precio descontado (*cash buy-back*) o canjearla por bonos Brady. Podían elegir entre tres tipos de bonos: de principal descontado, de interés descontado, y de interés descontado los primeros años. Los nuevos bonos tenían amortización a 20 años con 8 de gracia. Alrededor del 20 % del saldo total optó por el *cash buy-back* y el resto por bonos con preferencia por los de interés reducido al principio. El descuento promedio obtenido fue de alrededor de 50 %. El valor facial de los bonos en circulación después de la operación Brady quedó en US$4,100 millones (Rivas-Llosa, 1997).

El problema con estas negociaciones es, como dije antes, conseguir una acción colectiva (Olson, 1965). Rara vez se obtiene el consenso total, normalmente surgen *free-riders* o gorrones que van por libre a beneficiarse a costa del resto y que

pueden retrasar o incluso frustrar la operación. En la operación Brady del Perú, el aguafiestas fue el fondo buitre Elliot que, en 2001, repitió la actuación en la reestructuración de Argentina. El fondo Elliot invirtió US$20 millones en la compra de deuda peruana en 1996 a un descuento de 65 %. Después de la operación Brady, Elliot puso una demanda judicial en EE. UU. contra el Perú para que los pagos a los tenedores de los bonos reestructurados se embargaran sobre la base de la cláusula *pari passu* que tenían los títulos de deuda originales. El Perú ganó en primera instancia; sin embargo, en apelación Elliot consiguió detener algunos pagos a los tenedores. Al final, el Perú acabó pagando a Elliot US$58 millones, en el año 2000, a cambio de los títulos que Elliot había comprado por US$20 millones, para evitar que siguiera boicoteando los pagos a los bonistas.

En cuanto a las deudas con los acreedores oficiales, hubo tres reestructuraciones exitosas con el Club de París en los años 1991, 1993 y 1996. Las características de cada una se explican en Abusada (2000). Todas ellas fueron sustentadas por programas macroeconómicos acordados con el FMI. Este segmento de la deuda comprende los préstamos para comercio exterior e inversión extranjera otorgados o asegurados por las agencias oficiales de crédito a la exportación de otros países. En términos cuantitativos, la deuda oficial suponía casi la mitad de toda la deuda externa del Perú. En 1996, hubo también un acuerdo con Rusia para cancelar US$1,100 millones de deuda oficial, cuyos términos aún no se conocen, lo que da que pensar.

7 Conclusión

De una relación beligerante del Perú con los organismos internacionales se consiguió pasar a una luna de miel que ha durado treinta años. El Perú se presenta ahora como un ejemplo a seguir por otros países en materia macroeconómica. Ojalá lo siga siendo. Me recuerda al final de la película Casablanca cuando Rick Blaine, el protagonista, le dice al capitán Louis Renault: “Louis, este es el inicio de una maravillosa amistad”.

Referencias

Abusada, R. (2000). La reincorporación del Perú a la comunidad financiera internacional. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón, & J. Valderrama (Eds.), *La reforma incompleta. Rescatando los noventa* (Vol. 1, p. 121-161). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.

Boughton, J. M. (2001). *Silent revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Castro Tapia, E. (1984). Mexico's debt restructuring: The evolving solution. *Columbia Journal of Transnational Law*, *23*, 1.

Lago, R. V. (1991). The illusion of pursuing redistribution through macropolicy: Peru's heterodox experience, 1985-1990. En R. Dornbusch & S. Edwards (Eds.), *The macroeconomics of populism in Latin America* (p. 263-330). University of Chicago Press.

Lago, R. V. (2014). Pronósticos BCR: Rossini. *Perú 21* (Febrero 23).

Olson, M. (1965). *The logic of collective action: Public goods and the theory of groups* (n.º 124). Cambridge, MA: Harvard University Press.

Rivas-Llosa, R. (1997). *Los bonos Brady* (Documento de Trabajo n.º 28). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Sachs, J. D. (1989). Conditionality, debt relief and the developing country debt crisis. En J. D. Sachs (Ed.), *Developing country debt and economic performance, volume 1: The international financial system* (p. 255-296). Chicago: University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research.

Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En R. E. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and effects* (p. 41-98). National Bureau of Economic Research, Inc.

Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992). *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú: 1985-1990* (Documento de Trabajo n.º 5). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

World Bank. (1989). *Peru: Policies to stop hyperinflation and initiate economic recovery* (World Bank Country Study n.º 7460). Washington, D.C.: World Bank.